¿Es conveniente una dolarización total en una economía parcialmente dolarizada? *

Carlos Pereyra
Zenón Quispe M.

1. Introducción

En los últimos años, uno de los debates que ha cobrado más fuerza es el que se refiere a la adopción de un régimen de dolarización *por política* —es decir, la adopción del dólar norteamericano como moneda de curso forzoso, en contraposición a la dolarización *de facto*—, a raíz de las propuestas presentadas en Argentina a comienzos de 1999 y en Ecuador a comienzos del 2000. En la sección 2 se revisan los principales temas tratados por la literatura económica respecto del régimen de dolarización total: La eliminación del riesgo cambiario; el abandono de la política monetaria y cambiaria; el señoreaje; la desaparición del banco central como prestamista de última instancia, el desempeño inflacionario; el efecto sobre la profundidad financiera; y en qué medida la dolarización contribuye al objetivo de aumentar la integración hacia una economía regional o global. La sección 3 contiene una discusión acerca de los aspectos involucrados en la adopción de un régimen de dolarización en una economía como la peruana. En esta sección se analiza además, en forma comparativa con el caso de Argentina, el desempeño del sistema financiero peruano en términos de disciplina de mercado mediante el análisis del balance de los bancos.

2. Aspectos de la dolarización oficial

Se entiende por dolarización oficial la adopción formal del dólar de los Estados Unidos como la moneda oficial de un país, ya sea directamente, o como en Panamá, donde la moneda oficial es el Balboa, pero es de circulación limitada. Este tipo de dolarización elimina el tipo de cambio de la moneda local con el dólar, así como la posibilidad de mantener una política monetaria en el país dolarizado.

Actualmente, sólo un pequeño número de países entre naciones independientes y territorios dependientes han adoptado oficialmente una moneda extranjera como moneda de curso legal. Bogetic identifica alrededor de veinte países y territorios con economías oficialmente dolarizadas —incluyendo tanto territorios dependientes con un alto grado de autonomía, así como casos limítrofes que podrían ser contados como parte de una metrópoli— en los que viven aproximadamente 10,5 millones de personas. Seis son miembros del FMI: Kiribati, las Islas Marshall, Micronesia, Palau, Panamá y San Marino. La mayor parte de los países dolarizados dan categoría de moneda de curso legal a una sola moneda.

Asimismo, la dolarización no significa que una moneda extranjera es la única moneda de curso legal. Hay otro grupo de países con sistemas bimonetarios, como Bahamas, donde circulan el dólar bahameño y el dólar norteamericano, y Andorra, que concede categoría de moneda de curso legal tanto al franco francés como a la

* Las opiniones vertidas en este artículo son responsabilidad exclusiva de los autores.

peseta española (que ahora son subdivisiones del euro). La libertad de elección brinda cierta protección contra la posibilidad de quedarse con una moneda extranjera que se vuelva inestable.

Existe actualmente una amplia discusión acerca de los beneficios y costos de los principales aspectos relacionados con este tema. A continuación se resume los principales temas de debate, en los que se citan las contribuciones de académicos y autoridades, favorables y contrarios a la dolarización oficial.

CUADRO 1
ECONOMÍAS TOTALMENTE DOLARIZADAS (1999)

País	Régimen Político	Moneda
Chipre del Norte	Independiente de facto	Lira Turca
Ciudad del Vaticano	Independiente	Lira Italiana, monedas locales, Euro
Groenlandia	Territorio danés autónomo	Corona Danesa
Guam	Territorio de Estados Unidos	Dólar Norteamericano
Islas Cook	Territorio neozelandés autónomo	Dólar neozelandés
Islas Marianas del Norte	Comunidad de Naciones de Estados Unidos	Dólar Norteamericano
Islas Marshall	Independiente	Dólar Norteamericano
Kribati	Independiente	Dólar Australiano, monedas locales
Liechtenstein	Independiente	Franco Suizo
Micronesia	Independiente	Dólar Norteamericano
Mónaco	Independiente	Franco Francés, Euro
Nauru	Independiente	Dólar Australiano
Palau	Independiente	Dólar Norteamericano
Panamá	Independiente	Dólar Norteamericano, monedas locales
Puerto Rico	Comunidad de Naciones de Estados Unidos	Dólar Norteamericano
Santa Helena	Colonia Británica	Libra Esterlina
Samoa (Estados Unidos)	Territorio de Estados Unidos	Dólar Norteamericano
San Marino	Independiente	Lira Italiana, monedas locales, Euro
Tuvalu	Independiente	Dólar Australiano, monedas locales
Islas Vírgenes (Reino Unido)	Dependencia Británica	Dólar Norteamericano
Islas Vírgenes (Estados Unidos)	Territorio de Estados Unidos	Dólar Norteamericano

Fuente: Bogetic 1999

Riesgo cambiario

El beneficio más obvio que suele atribuirse a la dolarización es que elimina el riesgo cambiario (o riesgo de devaluación de la moneda doméstica) y, con él, el riesgo de que ocurran crisis cambiarias, de una manera que sea percibida por los agentes económicos domésticos y extranjeros como irrevocable. Asimismo, afirman que la eliminación del riesgo de devaluación, a su vez, reduce el riesgo país, que durante la década de 1990 —especialmente durante las crisis de los mercados emergentes— ha determinado la actitud de los inversionistas hacia los países como sujetos de crédito (Bogetic 1999). Frente a esto, existe la visión de que los mayores *spreads* reflejan en realidad la percepción de las características generales de un país. En consecuencia, en un país con buenos fundamentos macroeconómicos e instituciones y políticas sólidas, el riesgo país está poco contaminado por el puro riesgo cambiario, en comparación con países con malos antecedentes (Morandé y Schmidt-Hebbel 1999).

Stein defiende la posición de que la dolarización reduce las tasas de interés porque elimina completamente el riesgo cambiario y reduce la prima de inflación hacia los niveles de los Estados Unidos. La dolarización debería poner fin a la práctica de diversificar activos locales, y los prestamistas ya no tendrían que añadir una prima sobre el crédito en moneda doméstica como compensación por tener sus activos y pasivos en monedas diferentes. Sostiene también que las tasas de interés no sólo han sido más bajas, sino también menos variables,

en países con un sistema de Caja de Convertibilidad o dolarizados (Argentina y Panamá, respectivamente) que en países como México, Perú o Chile (Stein 1999).

En contraste con lo anterior, Mann sostiene que las primas de riesgo sobre las tasas de interés seguirán existiendo dependiendo del desempeño de la autoridad fiscal, la calidad del sistema financiero y la flexibilidad de los mercados de trabajo y bienes. Por ejemplo, las tasas de interés difieren para los bonos emitidos por diferentes estados y municipalidades de Estados Unidos, independientemente de que estén denominados en dólares (Mann 1999). Por otro lado, Morandé y Schmidt-Hebbel señalan que, si bien es verdad que, cuando se conserva la moneda nacional, las tasas de interés domésticas se incrementan por el monto de la prima de riesgo, en el caso de Chile este costo es relativamente bajo, en vista de la reducida prima de riesgo de Chile en comparación con las de otros países. Esto ha sido logrado en un sistema de flotación cambiaria con un régimen de establecimiento de metas de inflación (*inflation targeting*). Éste fue iniciado en setiembre de 1999, y ha tenido un éxito comparable con el de Australia y Nueva Zelandia en cuanto a control de la inflación (Morandé y Schmidt-Hebbel 2000).

Asimismo, Mishkin y Savastano opinan que la dolarización total no implica que las tasas de interés convergerán hacia las de los Estados Unidos, y que podrían continuar teniendo una prima por riesgo país, originada por un "riesgo confiscatorio". Los autores plantean una situación hipotética que podría ocurrir si una súbita pérdida de confianza en un país dolarizado llevan a un retiro masivo de depósitos, una fuerte restricción de la liquidez bancaria y un descenso del nivel de actividad económica (Mishkin y Savastano 2000).

Inflación

Los autores favorables a la dolarización destacan el beneficio de una inflación más baja y un menor riesgo de inflación futura. El hecho central es que, al usar una moneda extranjera, un país oficialmente dolarizado se asegura de una tasa de inflación cercana a la del país emisor. Sugieren que la irrevocabilidad de la decisión de adherirse a la política monetaria de los Estados Unidos juega un papel muy importante en la reducción de la inflación a las tasas de dicho país, porque brinda una ruptura lo suficientemente creíble con los sistemas del pasado como para minimizar los costos de reducir la inflación de niveles moderados a bajos (Bogetic 1999).

En contraposición a lo anterior, Morandé y Schmidt-Hebbel señalan que un régimen de flotación pura no tiene por qué identificarse con la discreción total o la ausencia de reglas. Por el contrario, sostienen que varios países con régimen de flotación han buscado un marco de política monetaria que limita la discreción, mediante la adopción del régimen de *inflation targeting*. En lo que se refiere a estadísticas recientes, bajo el esquema de Caja de Convertibilidad, Argentina tuvo incluso un proceso de deflación: la inflación fue –0,5 por ciento en 1998-1999. Por otro lado, Australia y Nueva Zelandia tuvieron tasas de inflación de 1,2 por ciento y 0,03 por ciento, respectivamente, y Chile tuvo un desempeño inflacionario acorde con su meta de inflación de mediano plazo de 2-4 por ciento anual (Morandé y Schmidt-Hebbel 2000).

Flexibilidad cambiaria

Los autores discrepan en cuanto a las ventajas relativas del régimen de flotación frente a los regímenes de fijación cambiaria. Según Summers, la elección disyuntiva no es clara. Por un lado, una tasa de cambio nominal fija brinda estabilidad a los exportadores e importadores, y puede contribuir a anclar las expectativas de inflación doméstica, lo cual puede resultar atractivo para países con una historia de inestabilidad financiera y una política monetaria doméstica que no haya podido mantener la inflación bajo control. Por otro lado, mantener un régimen de tipo de cambio permanentemente fijo implica aceptar la pérdida de la independencia monetaria doméstica. Renunciar a la capacidad de usar la política monetaria o cambiaria para proteger a la economía contra *shocks* externos puede implicar una mayor volatilidad en producción y empleo, puesto que los precios y salarios domésticos no pueden ajustarse en respuesta a tales *shocks* (Summers 1999).

Por otra parte, Schuler explica que, si bien un país oficialmente dolarizado no puede responder a los choques económicos —tales como un aumento en el precio del petróleo— alterando la tasa de cambio de su moneda, tiene otros métodos de ajuste a su disposición: flujos de capital dentro o fuera del país para compensar el choque, cambios en el presupuesto del gobierno, y cambios en precios y (menos a menudo) en salarios. El país que experimenta un choque económico "real" en última instancia tiene que ajustarse experimentando una ganancia o pérdida "real". Asimismo, la variabilidad de la tasa de cambio tal vez suaviza, pero no evita la necesidad de un ajuste real (Schuler 1999).

Mishkin y Savastano explican la evidencia existente sobre Panamá, el único país plenamente dolarizado de América Latina. Por un lado, entre 1960 y 1998 la inflación de Panamá fue 2,8 por ciento como promedio anual, la cual es significativamente menor que la de cualquier otro país de Latinoamérica. Por otro lado, Hausmann y Gavin (1995) han mostrado que, si bien el PBI de Panamá creció 4,2 por ciento como promedio anual desde 1960, la variabilidad del producto ha estado entre las mayores de la región, lo cual es atribuible a su régimen cambiario. Así, Panamá ilustra el trade-off entre estabilidad de precios y estabilidad del producto que parece ser la característica de los países que carecen de política monetaria (Mishkin y Savastano 2000).

Señoreaje

El señoreaje es la ganancia que un país obtiene por concepto de emisión. Por ejemplo Argentina, bajo su sistema de Caja de Convertibilidad, obtiene un señoreaje de alrededor de US$ 750 millones cada año. Este monto proviene de mantener las reservas del país en forma de instrumentos financieros de corto plazo denominados en dólares (principalmente bonos del Tesoro de los Estados Unidos) que generan intereses. Si Argentina optara por la dolarización, vendería estos activos por dólares, con lo cual ya no obtendría ingresos por intereses. Así, el señoreaje que era anteriormente ganado por Argentina pasaría a los Estados Unidos (Stein 1999).

No está claro si las autoridades norteamericanas son proclives a fomentar la dolarización. Si así fuera, hay autores que plantean la posibilidad de compartir el señoreaje, gracias a lo cual el país dolarizado obtendría todos los beneficios atribuidos a la dolarización, a la vez que conservaría parte de su señoreaje. Las remisiones de señoreaje de los Estados Unidos pueden ser usadas como colateral para líneas de crédito de emergencia, con lo cual el país dolarizado contaría con un prestamista de última instancia similar a la facilidad con la que Argentina cuenta actualmente (Calvo 1999).

Prestamista de última instancia

Uno de los temas típicamente asociados con la dolarización es la evaluación del costo de perder al banco central doméstico como prestamista de última instancia. Cuando los bancos tienen dificultades para adquirir los fondos que necesitan para seguir operando —por ejemplo durante una corrida bancaria— los bancos centrales cumplen con la función de emitir más dinero. La dolarización elimina la capacidad del banco central de emitir en respuesta a una crisis bancaria.

Calvo argumenta que es un error común pensar que el papel de prestamista de última instancia es indesligable de la capacidad de imprimir dinero. Señala como métodos alternativos los siguientes: (1) crear un fondo de estabilización; (2) establecer líneas de crédito contingentes con los bancos privados. En ambos casos, los fondos estarían destinados exclusivamente para el caso de una corrida bancaria. Asimismo, (3) el país puede firmar un acuerdo con los Estados Unidos para compartir el señoreaje (Calvo 1999).

En la actualidad existen esquemas como el de Argentina, que ha establecido una "Facilidad de Recompra Contingente", bajo la cual tiene la opción de vender hasta US$ 6,7 mil millones en bonos denominados en dólares a un grupo de instituciones financieras privadas a cambio de dólares. Asimismo, las agencias de los

bancos extranjeros también pueden ofrecer crédito directamente a los bancos domésticos sin involucrar al gobierno, como se ha hecho en Panamá.

Transparencia

Los autores que apoyan la dolarización concuerdan en que ésta alienta la disciplina fiscal en relación con los sistemas de flotación o fijación, puesto que elimina la posibilidad de emitir moneda para financiar los déficit públicos. Esto significa es que el déficit debe financiarse a través del endeudamiento en vez del método de imprimir dinero (Schuler 1999).

Respecto de lo anterior, Savastano y Mishkin explican que Panamá ha mostrado varios de los problemas que en décadas pasadas fueron característicos de la región. Hasta fines de la década de 1980, Panamá tuvo un sector público grande e ineficiente, cuyo gasto corriente representaba más del 25 por ciento del PBI. Asimismo, el mercado laboral presentaba rigideces que originaron un desempleo superior al 15 por ciento, y la política comercial atentaba contra el desarrollo de la agricultura y la industria (Mishkin y Savastano 1999).

Profundidad financiera

Una ventaja atribuida a la dolarización es la promoción del financiamiento de largo plazo. Los países con monedas “débiles” tienden a importar capital, y el endeudamiento de largo plazo se realiza en dólares. Esto implica que los prestatarios con planes de largo plazo tienen dos posibilidades: endeudarse en dólares y aceptar el riesgo cambiario, o tomar créditos de corto plazo en moneda doméstica y afrontar el “descalce” (*maturity mismatch*) entre sus activos y pasivos. Se argumenta que la dolarización elimina esta disyuntiva, puesto que accederían a créditos en los plazos deseados y en la moneda de uso diario. Se menciona con frecuencia que Panamá es el único país latinoamericano que cuenta con un mercado altamente líquido y competitivo de créditos hipotecarios de tasa fija a 30 años en la moneda “doméstica” (Bogetic 1999, Stein 1999, Hausmann y otros 1999).

En este aspecto, Mishkin y Savastano analizan el caso de Panamá y concluyen que, si bien es cierto que el sistema financiero de ese país se caracteriza por su sofisticación y solidez, esto no se debe necesariamente a la dolarización. El surgimiento del sistema financiero panameño comenzó en 1970 con una ley bancaria que liberalizaba los requerimientos de colocación de los bancos extranjeros, fortalecía el secreto bancario y permitía movimientos irrestrictos de capital. Como resultado, los prestatarios panameños pueden acceder a los mercados financieros internacionales y no enfrentan un *sovereign ceiling*, es decir, pueden tomar créditos a tasas frecuentemente más bajas que el gobierno. Así, el reducido *spread* entre tasas domésticas e internacionales se debe más a la apertura del sistema bancario panameño que a la dolarización (Mishkin y Savastano 2000).

3. Consideraciones sobre la conveniencia de la adopción del esquema de dolarización total en el Perú

La conveniencia de la adopción del esquema de dolarización para el Perú puede ser evaluada de acuerdo con los siguientes criterios:

1. Efectividad de la política monetaria independiente

2. Efectividad de la política monetaria frente a *shocks* externos
3. Eliminación del riesgo cambiario
4. Imposición de disciplina macroeconómica
5. Aumento de la profundidad financiera

3.1 Efectividad de la política monetaria independiente en el desempeño inflacionario

La dolarización completa, tomado como régimen monetario de mediano plazo, tiene el inconveniente de anular la política monetaria doméstica. El argumento de que, en el contexto latinoamericano, la renuncia a la política monetaria es precisamente una de las ventajas de la dolarización, se basa en la historia de mal manejo que fue común a casi toda la región en décadas pasadas. Es verdad que no tener política monetaria es mejor que tener una "mala" política monetaria, es decir, discrecional e inflacionaria (Mishkin y Savastano 2000). Sin embargo, esto supone ignorar los notables progresos que la mayor parte de los países de la región han tenido en la lucha contra la inflación en la década anterior, así como la actuación efectiva que puede tener la autoridad monetaria en casos de turbulencia financiera.

El Perú inició una decidida política antiinflacionaria como parte del programa de estabilización iniciado en agosto de 1990. La estrategia se basó en el establecimiento de un Comité de Caja para manejar las finanzas públicas sin recurrir a la emisión por parte del Banco Central de Reserva, la adopción de un régimen de flotación cambiaria, y la determinación de la tasa de interés por el mercado. Asimismo, fue aplicado un fuerte ajuste inicial de tarifas públicas. Desde el comienzo del programa, la política monetaria ha sido conducida usando como meta intermedia la tasa de variación de la emisión primaria. Esta política ha hecho posible una reducción drástica de la inflación. La política monetaria expansionista llevada a cabo en el periodo 1985-1990 generó una elevadísima tasa de inflación acumulada de 472 754 por ciento (es decir, un promedio anual de 443 por ciento). Así, los nuevos lineamientos de la política monetaria hicieron posible una reducción de la tasa de inflación a 40 por ciento en 1993.

En el Perú, la Constitución Política del Estado y la Ley Orgánica del Banco Central de Reserva[1] establecen que el objetivo único del Banco Central —el cual goza de autonomía dentro del marco de su Ley Orgánica— es preservar la estabilidad monetaria. Esta provisión tiene la finalidad de mantener al Banco Central libre de presiones políticas que puedan atentar contra el objetivo de reducir la inflación. En este sentido, están prohibidas las siguientes acciones:

(a) Financiar al sector público.

(b) Conceder créditos a instituciones financieras de desarrollo manejadas por el estado.

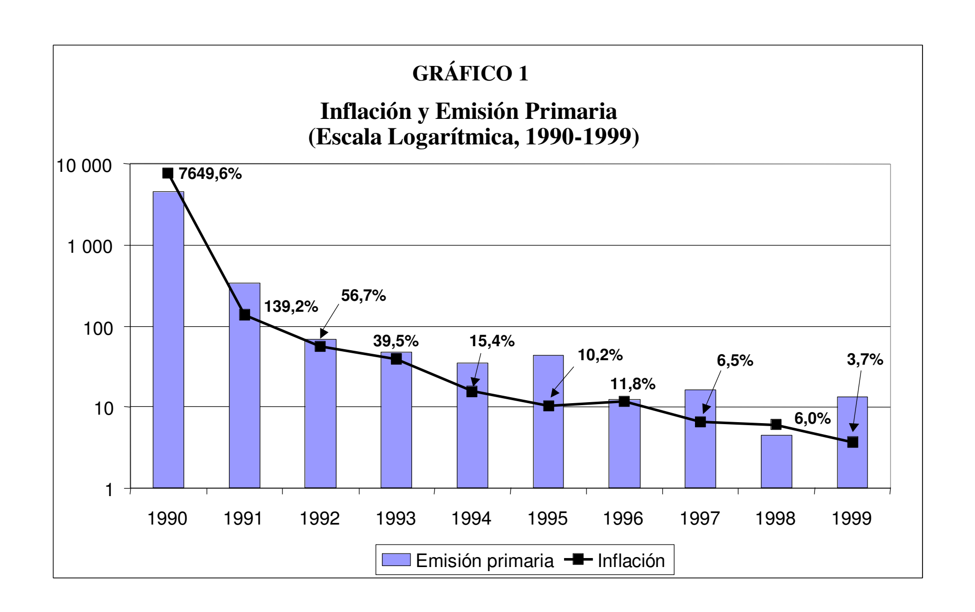
(c) Proporcionar cualquier forma de financiamiento indirecto (garantías).

(d) Aplicar regímenes de tipos de cambio múltiples.

En 1994 el Banco Central inauguró su política de anunciar a comienzos de año un rango objetivo de inflación anual, el cual es usado en la preparación del presupuesto del año siguiente. Esta política representa un compromiso institucional aun más firme —similar al de los países que han venido adoptando el régimen de *inflation targeting*—, con el objetivo de lograr tasas de inflación que converjan con las de los países industrializados en el mediano plazo. El éxito de esta estrategia se refleja en el hecho de que en 1997 la tasa de inflación descendió a un dígito (6,5 por ciento) después de veinticinco años. Asimismo, en 1999 la inflación descendió a 3,7 por ciento, la tasa más baja en los últimos 40 años. El siguiente cuadro muestra el desempeño inflacionario del Banco Central durante la última década.

---

[1] Decreto Ley No. 23123 (30.12.92).



A partir del 2000, el Banco Central ha establecido la práctica de publicar el Programa Monetario —que contiene las metas monetarias del Banco Central— con el objetivo de hacer la política monetaria más transparente para los agentes económicos. Estrictamente hablando, el régimen monetario peruano no tiene todas las características de un esquema de *inflation targeting*, como el establecimiento claro de la responsabilidad de la autoridad monetaria en el cumplimiento de las metas. Sin embargo, el régimen no presenta problemas de inconsistencia temporal provenientes de políticas oportunistas, porque las metas monetarias están determinadas por el rango objetivo de inflación (Rossini 2000).

CUADRO 2
BANGOS OBJETIVO E INFLACIÓN
(Variaciones porcentuales anuales)

	RANGO OBJETIVO	INFLACIÓN	INFLACIÓN SUBYACENTE
1994	15,0 - 20,0	15,4	17,5
1995	9,0 - 11,0	10,2	10,4
1996	9,5 - 11,5	11,8	9,9
1997	8,0 - 10,0	6,5	7,8
1998	7,5 - 9,0	6,0	6,8
1999	5,0 - 6,5	3,7	4,6
2000	3,5 - 4,0	-	-

El desempeño inflacionario de la autoridad monetaria muestra que, en un contexto de dolarización de activos, como en el caso peruano (en contraste con uno de sustitución monetaria), es posible aplicar una política monetaria. Esto es así a causa de la mayor importancia de la moneda local como medio de pago, frente a la importancia del dólar como depósito de valor.

Además de la meta intermedia, el Banco Central define y maneja de manera autónoma una meta operativa, la cual es consistente con la meta de crecimiento de la base monetaria y con el régimen de libre determinación de

las tasas de interés y el tipo de cambio. El Banco Central interviene en el mercado cambiario únicamente para suavizar fluctuaciones temporales. Diariamente, el Banco Central regula la liquidez de corto plazo de los bancos mediante los siguientes instrumentos:

(1) Instrumentos de mercado:

- **(a)** Subastas de Certificado de Depósito del Banco Central de Reserva del Perú (CDBCRP). El Banco Central subasta entre las entidades del sistema financiero el monto de CDBCRP necesario para esterilizar excedentes de liquidez.
- **(b)** Subastas de fondos del Banco de la Nación, el agente bancario del gobierno.
- **(c)** Intervenciones en el mercado cambiario.

(2) Instrumentos de ventanilla

- **(a)** Créditos por regulación monetaria
- **(b)** Compras temporales de moneda extranjera (swaps)

Asimismo, el Banco Central establece requerimientos de encaje.

3.2 Desempeño de la política monetaria frente a *shocks* externos

En el Perú, este aspecto de la política monetaria puede ser evaluado sobre la base del desempeño de la autoridad monetaria durante las crisis de la década anterior —principalmente la turbulencia originada por la moratoria rusa y el colapso del rublo en 1998— durante las cuales mantuvo una política antiinflacionaria consistente con el régimen de flotación cambiaria, y actuó oportunamente como prestamista de última instancia. En contraste, la crisis mexicana no tuvo un impacto significativo en la economía peruana. En 1995 el PBI creció a una tasa de 7,3 por ciento y los flujos de capital de largo plazo alcanzaron los US$ 637 millones, en comparación con US$ 437 millones en 1994. Por otro lado, las RIN del Banco Central de Reserva aumentaron de US$ 5 718 millones en 1994 a US$ 6 641 millones en 1995. En este contexto, la autoridad monetaria continuó aplicando una política consistente con el objetivo de controlar la inflación. Ante la preocupación por el incremento de la demanda doméstica, la política monetaria se volvió más restrictiva, aumentando la tasa de interés sobre los CDBCRP de 15 por ciento en 1994 a 17 por ciento en 1995. Asimismo, el Banco Central se abstuvo de intervenir en el mercado cambiario para prevenir una posible depreciación del Nuevo Sol mediante la venta de moneda extranjera (Rossini 2000).

El colapso de las economías del sudeste asiático en 1997 ocasionó el descenso de las cotizaciones internacionales de los más importantes productos de exportación peruanos: cobre (-27 por ciento, con lo cual cerró el año con su cotización más baja en doce años), oro (-12 por ciento), zinc (-18 por ciento), plomo (-14 por ciento), café (-39 por ciento) y petróleo (-41 por ciento). Esto determinó una caída de 13 por ciento en los términos de intercambio. Asimismo, el Fenómeno de El Niño afectó seriamente las exportaciones pesqueras. Durante este episodio de recesión, la variación del PBI pasó de un crecimiento de 6,7 por ciento en 1997 a una caída de 0,4 por ciento en 1998.

El efecto de contagio fue especialmente grave durante la crisis rusa en 1998, la cual aumentó la percepción de riesgo de los inversionistas respecto de las economías emergentes, reflejada en un aumento de los *spreads* de su deuda soberana. El *spread* de la deuda peruana alcanzó un pico histórico de 1050 en setiembre de 1998, en comparación con 418 a comienzos de dicho año. Además, el sistema financiero nacional sufrió una abrupta reducción de las líneas de crédito de corto plazo, de un promedio de US$ 100 millones entre enero y agosto, a un flujo negativo de US$ 200 millones entre setiembre y diciembre de 1998. Esta situación, aunada a la desaceleración del nivel de actividad económica, determinó un aumento del coeficiente de cartera atrasada respecto de las colocaciones brutas de 5,1 a 7,0 por ciento entre diciembre de 1997 y diciembre de 1998, lo cual generó un comportamiento cauteloso por parte de los bancos.

Para contrarrestar los efectos de la restricción crediticia externa, el Banco Central de Reserva adoptó las siguientes políticas:

(a) Apertura de la ventanilla de créditos de liquidez en moneda extranjera.

(b) Reducción de la tasa media de encaje en moneda extranjera. Mediante esta medida, entre octubre y diciembre de 1998 fue liberado un monto total de aproximadamente US$ 420 millones.

(c) Reducción del encaje marginal en moneda extranjera de 35 por ciento a 20 por ciento a partir de diciembre.

Asimismo, la fuerte reducción de las líneas de crédito externas provocó una depreciación del Nuevo Sol de 4,2 por ciento entre agosto y setiembre. De manera consistente con el esquema de flotación cambiaria con intervención para evitar fluctuaciones bruscas del tipo de cambio, el Banco Central de Reserva efectuó una venta de US$ 83 millones.

3.3 Eliminación del riesgo cambiario

Relación entre riesgo cambiario y riesgo país

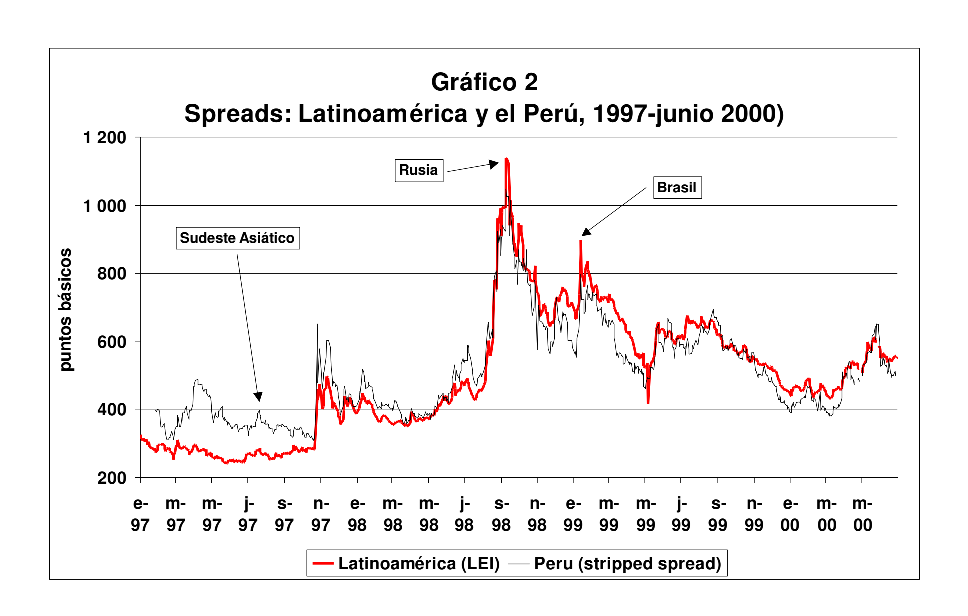
El Perú no presenta las inconsistencias de política destacadas por la literatura favorable a la dolarización. El desempeño macroeconómico y la solvencia fiscal logrados explican que la calificación de la deuda peruana haya mejorado notablemente durante la última década. Sin embargo, cabe señalar que el *spread* del Perú y de la región ha fluctuado significativamente, principalmente con la crisis rusa, y la calificación de la deuda peruana aún no alcanza grado de inversión (Rossini 2000). Esto reflejaría preocupaciones por parte de los inversionistas internacionales en relación con:

(a) La necesidad de consolidar los cambios institucionales iniciados en la década anterior mediante reformas de segunda generación.

(b) La consolidación de la capacidad del país de atraer capitales de largo plazo.

(c) El tamaño de la deuda externa en relación con las exportaciones.

(d) Consideraciones políticas.



Flexibilidad cambiaria

Morandé y Schmidt-Hebbel destacan el hecho de que, en ausencia de flexibilidad instantánea de precios y remuneraciones, una rápida depreciación real sólo puede ser lograda mediante una rápida depreciación nominal. Específicamente, señala que, en ausencia de completa flexibilidad de precios y remuneraciones y completa movilidad de factores entre los miembros de una unión, *shocks* asimétricos generarán desempleo (Morandé y Schmidt-Hebbel 1999). Dichos *shocks* asimétricos ocurren cuando los ciclos económicos del país dolarizado y el país emisor no están sincronizados. Aunque la evidencia empírica en este campo no es abundante, las estimaciones de Díaz et al. no detectan una sincronización estadísticamente significativa entre los ciclos económicos de Perú y Estados Unidos. Así, el Perú no cumpliría con esta condición básica para formar parte de un área monetaria óptima con loe Estados Unidos (Díaz et al. 1999).

En cuanto a los costos microeconómicos de la volatilidad cambiaria que se suele atribuir al régimen de flotación, Morandé y Schmidt-Hebbel explican que, a un nivel formal, las investigaciones arrojan resultados contrapuestos. Citan la opinión de Obstfeld (1995), quien afirma que no es aconsejable fijar nominalmente a la economía a un precio (el tipo de cambio) que exhibe una gran volatilidad. Puesto que se trata del precio de un activo, el tipo de cambio puede ser volátil por la misma razón por la que lo son los precios de los activos. La conclusión de política es que el tipo de cambio debe flotar libremente, y las autoridades deben buscar un ancla diferente y más estable. Por otro lado, la opinión de Jeanne y Rose (1999) es que la alta volatilidad del tipo de cambio distorsiona la asignación de recursos —porque hace que el tipo de cambio real y otros precios relativos tengan una volatilidad no explicada por los fundamentos económicos— lo cual afecta negativamente al crecimiento (Morandé y Schmidt-Hebbel 1999).

Acerca de este punto, Morandé y Schmidt-Hebbel argumentan que, si bien existe consenso acerca de que la volatilidad cambiaria es negativa, no se puede concluir que un país deba renunciar a su moneda y a su política monetaria. Sugieren que el mercado es capaz de generar mecanismos de protección ("hedging mechanisms") que permitan al sector privado funcionar en un régimen de tipo de cambio flotante. Tales mecanismos involucrarían un costo que, sin embargo, sería menor que los beneficios que el régimen de flotación brindaría a sociedad en su conjunto. Esta visión se contrapone a la de Hausmann y otros, quienes en diversos artículos argumentan que los "hedging mechanisms" y los mercados de derivados en Latinoamérica no existen o son muy débiles para proteger a los agentes económicos contra la volatilidad cambiaria. Los autores se refieren a esta situación como el "pecado original" de Latinoamérica (Morandé y Schmidt-Hebbel 1999).

Asimismo, en su estudio de las políticas monetarias que actualmente prevalecen en Latinoamérica, Mishkin y Savastano cuestionan de la siguiente manera los argumentos contrarios al régimen de tipo de cambio flexible, en lo que se refiere a los efectos de la volatilidad cambiaria sobre el crecimiento, el empleo y la asignación de recursos:

> *"Sin embargo, el principal problema con estos argumentos es que no son respaldados por la evidencia empírica limitada que existe para Latinoamérica y para los países de otras regiones (principalmente países industrializados). La práctica común de usar evidencia (estadística o anecdótica) de los regímenes de tipo de cambio "flexibles" de Latinoamérica en las décadas de 1970 y 1980 simplemente no tiene validez, puesto que dichos regímenes era un reflejo, más que una causa, del desastroso desempeño macroeconómico de esas economías durante ese periodo. Por otro lado, usar como evidencia datos de unos cuantos países de la región en el pasado muy reciente, tiene presenta problemas obvios de selectividad de muestra y sesgos de muestra pequeña."*
>
> *(Mishkin y Savastano 2000)*

CUADRO 3
OPERACIONES CAMBIARIAS DE LOS BANCOS COMERCIALES
(Millones de US$)

	Enero	Febrero	Marzo	Abril	Mayo	Junio	Julio
I. Ventas a futuro al público	**102**	**-139**	**5**	**33**	**-52**	**35**	**-9**
Nuevas ventas	243	305	738	378	462	451	255
Vencimientos	141	444	733	345	514	416	263
II. Compras a futuro al público	**29**	**-15**	**69**	**-73**	**-1**	**16**	**3**
Nuevas compras	105	140	170	85	235	220	190
Vencimientos	75	155	102	157	236	204	187
III. Compras netas al contado al público	**63**	**254**	**601**	**306**	**216**	**215**	**65**
Compras	1 125	1 373	1 973	1 484	1 918	1 540	1 307
Ventas	1 062	1 119	1 372	1 177	1 702	1 325	1 242

En el Perú, desde 1998 se ha venido desarrollando el mercado de dólares a futuro, el cual puede ser considerado un mecanismo de cobertura que ha permitido a algunas empresas reducir el riesgo cambiario en sus operaciones.

3.4 Imposición de disciplina macroeconómica

En los últimos años, varios países han introducido normas legales orientadas a asegurar un comportamiento responsable de la política fiscal. Típicamente, dichas normas establecen reglas cuantitativas que buscan impedir la generación de déficit recurrentes a causa de factores políticos o problemas coyunturales, así como establecer políticas estables y consistentes en el largo plazo. La Comunidad Económica Europea, Estados Unidos, Nueva Zelandia, Argentina y Costa Rica son algunos de los casos (Pereyra, 2000).

Una de las ventajas atribuidas al régimen de dolarización es que fuerza a un país a la disciplina fiscal porque elimina el financiamiento del déficit fiscal mediante emisión, dejando sólo la posibilidad de hacerlo mediante un aumento de la recaudación o el financiamiento externo. Sin embargo, el hecho de que varios países con diferentes regímenes monetarios hayan introducido reglas fiscales explícitas como parte esencial de la política económica refleja la voluntad de restringir la discrecionalidad fiscal sin necesidad de renunciar a los beneficios de una política monetaria independiente.

En el Perú, como parte del programa de estabilización iniciado en 1990, los gastos no financieros del Gobierno Central fueron limitados a los ingresos corrientes del Tesoro, todos los subsidios fueron eliminados y el déficit del sector público dejó de ser financiado mediante emisión. El gobierno aprobó medidas para simplificar el sistema tributario y reorganizó la Superintendencia de Administración Tributaria. Gracias a estas medidas el déficit del sector público se redujo de un promedio de 3,1 por ciento del PBI en 1991-1995 a 1,2 por ciento en 1996-1999. Asimismo, los ingresos corrientes del gobierno central aumentaron de 11,4 por ciento del PBI en 1990 a 13,8 por ciento en 1991-1995 y 15,5 por ciento en 1996-1999.

Los progresos en las finanzas públicas fueron complementados con esfuerzos para sanear el balance del Tesoro Público, mediante la eliminación de atrasos en el servicio de la deuda, la reestructuración de la deuda externa y la privatización de empresas públicas. Desde el comienzo del programa, el gobierno no ha emitido deuda soberana en el mercado financiero internacional, con la excepción de los Bonos Brady (con un balance de US$ 3 727 millones en junio del año 2000). Gracias a estas medidas, el total de deuda pública externa se redujo de 63,2 por ciento del PBI en 1990 a 37,5 por ciento en 1999.

A finales de 1999, de manera similar a lo establecido en varios países, se introdujeron en el Perú reglas cuantitativas explícitas en el manejo fiscal mediante la Ley de Responsabilidad y Transparencia Fiscal[2]. Las principales características de esta Ley son las siguientes:

(a) Límites

- El déficit fiscal no puede superar el 1 por ciento del PBI. Durante el periodo de transición, el déficit no excederá 2 por ciento del PBI en el 2000 y 1,5 por ciento del PBI en el 2001.
- La tasa de crecimiento del gasto del Gobierno General no excederá la tasa de inflación más dos puntos porcentuales.
- Para los años electorales se establecen reglas destinadas a limitar el déficit y el gasto en el primer semestre[3].

(b) Fondo de estabilización

- Con el fin de controlar el gasto en los años de bonanza fiscal, los ingresos que excedan los 0,3 puntos porcentuales del PBI por encima del promedio de los últimos tres años, serán depositados en un fondo de estabilización. Éste también será financiado en parte por ingresos del programa de privatización de empresas públicas.
- Los recursos del fondo de estabilización pueden ser usados durante los años en los que un descenso de la actividad productiva produzca una disminución de los ingresos tributarios superior al 0,3 por ciento del PBI, o en caso de emergencia, el límite del déficit del sector público puede ser elevado a un máximo de 2 por ciento del PBI.

(c) Transparencia

- El Ministerio de Economía y Finanzas emite un Marco Macroeconómico Multianual que cubre tres años, el cual debe ser publicado tres meses antes de la presentación del proyecto de presupuesto del sector público para el año siguiente.
- El Banco Central de Reserva debe publicar su evaluación de Marco Macroeconómico Multianual, el cual deberá ser consistente con su objetivo y con las perspectivas de la balanza de pagos.
- El Ministerio de Economía y Finanzas publicará cada semestre un reporte de los progresos de los objetivos y metas del Marco Macroeconómico Multianual.

Así, dicha norma busca no sólo lograr el equilibrio del sector público en el mediano plazo, sino también la calificación de grado de inversión para la deuda soberana del Perú.

3.5 Aumento de la profundidad financiera

Supervisión bancaria

En el Perú, la Ley General de Instituciones Bancarias, Financieras y de Seguros[4] establece que el coeficiente de adecuación de capital[5] es de 9 por ciento, el cual se encuentra por encima del estándar de Basilea. En 1992 fueron clausurados todos los bancos estatales de fomento, los cuales estaban destinados a proveer crédito selectivo. En 1998, con el fin de reducir el riesgo de iliquidez, la Superintendencia de Banca y Seguros, el ente dedicado a la supervisión del sistema financiero, introdujo un ratio de liquidez con un mínimo de 8 por ciento del

[2] Ley No. 27245 (27.12.99).
[3] En el Perú, el presidente electo asume oficialmente sus funciones el 28 de julio de los años electorales.
[4] Decreto Legislativo No. 637 (25.04.91).
[5] Activos Ponderados por Riesgo/Patrimonio Efectivo.

capital con relación a los pasivos de corto plazo en moneda nacional y de 20 por ciento en moneda extranjera. Al respecto el Banco Central de Reserva mantiene un elevado requerimiento de encaje en moneda extranjera, por lo cual la tasa de encaje promedio en dólares es 37 por ciento de los depósitos. Asimismo, como resultado de la liberalización de la inversión en el sistema bancario, 16 de los 20 bancos que funcionan en el país son propiedad de extranjeros.

Un resultado importante de las políticas aplicadas durante la década de 1990 es que el Banco Central ha incrementado significativamente su posición de cambio —es decir, la diferencia entre sus activos y pasivos en moneda extranjera—, así como sus Reservas Internacionales Netas (RIN). La posición de cambio ha mejorado desde un nivel negativo de US$ 1 071 millones en julio de 1990 a US$ 2 493 millones en julio del 2000. En el mismo periodo, las RIN del Banco Central han aumentado desde un nivel negativo de US$ 105 millones a US$ 8 823 millones. Este nivel es equivalente a 15 meses de importaciones de bienes o 6,2 veces la base monetaria.

CUADRO 4
LIQUIDEZ DEL BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

	1998	1999	Julio 2000
(Millones de US$)			
Reservas Internacionales Netas (RIN)	**9 183**	**8 404**	**8 823**
De las cuales:			
- **Posición de cambio**	2 151	2 538	2 493
- **Depósitos del sistema financiero y el sector privado**	3 064	2 965	3 519
- **Depósitos del sector público**	3 997	2 963	2 831
RIN/Emisión Primaria	5,8 veces	5,0 veces	6,2 veces
RIN/Liquidez (Moneda Nacional)	2,3 veces	2,1 veces	2,3 veces 1/
RIN/Liquidez Total	71 por ciento	64 por ciento	66 por ciento 1/
RIN/Importaciones	13 meses	15 meses	15 meses 2/
RIN/Deuda a un año	1,0 veces	1,2 veces	1,3 veces 3/
RIN/Deuda de Corto Plazo	1,4 veces	1,7 veces	1,9 veces 3/

1/ Junio 22, 2000.
2/ Mayo 2000.
3/ Deuda de corto plazo + deuda privada y pública de mediano y largo plazo a un año.
Fuente: Banco Central de Reserva del Perú

CUADRO 5
LIQUIDEZ Y CRÉDITO DEL SISTEMA BANCARIO
(Porcentaje del PBI)

	Liquidez Total	Crédito Total
1990	6,0	3,3
1991	8,6	5,5
1992	11,2	7,8
1993	13,9	9,9
1994	15,1	11,3
1995	16,6	14
1996	19,7	18
1997	21,4	21,4
1998	23,1	25,7
1999	25,1	27,7

Adicionalmente, gracias a la mayor competitividad del sistema bancario, la liquidez y del crédito como proporción del PBI se han incrementado significativamente. La liquidez total del sistema bancario como porcentaje del PBI creció de 6,0 por ciento en 1990 a 25,1 por ciento en 1999, y el crédito total al sector privado aumentó de 3,3 por ciento a 27,7 por ciento del PBI en el mismo periodo.

Ante los efectos de la crisis brasileña de comienzos de 1999, las autoridades peruanas aplicaron políticas destinadas a preservar la solidez financiera del país. La crisis ocurrió a continuación de la turbulencia financiera originada por la crisis rusa, y provocó un nuevo incremento del *spread* de la deuda soberana. La mayores expectativas de depreciación —y su efecto sobre las tasas de interés en moneda doméstica— determinaron una nueva venta de moneda extranjera por parte del Banco Central, esta vez de US$ 64 millones. Los bancos continuaron mostrando una actitud cautelosa en su política crediticia, lo cual contribuyó a un descenso de la demanda interna (-2,6 por ciento) y al menor déficit en cuenta corriente (de 6,4 por ciento en 1998 a 3,5 por ciento en 1999). Por otra parte, el coeficiente de cartera atrasada respecto de las colocaciones brutas aumentó de 7 por ciento en 1998 a 8,4 por ciento en 1999. Entre 1998 y 1999 dos bancos pequeños fueron liquidados y cuatro bancos fueron absorbidos por otras instituciones, reduciendo el número total de bancos de 26 a 20. En este contexto, el sector público dio asistencia al sistema bancario.

Disciplina de mercado del sistema bancario

Dado el carácter dolarizado de la economía peruana, una de las principales preocupaciones de diversos analistas con relación a la vulnerabilidad del sistema financiero se refiere al calce de las colocaciones sectoriales tanto en moneda nacional como en moneda extranjera con la capacidad de estos últimos de generar los recursos necesarios que les permita pagar su deuda en las monedas correspondientes.

En el siguiente cuadro se puede observar que en términos agregados, las colocaciones en moneda extranjera con relación al PBI han pasado de representar el 15 por ciento en 1996 al 20 por ciento en 1999. Por su parte la capacidad que la economía tiene para generar moneda extranjera, medida por el ratio de exportaciones con respecto al PBI, ha pasado de representar el 11 por ciento del PBI en 1996 al 12 por ciento en 1999. El diferencial adicional es ampliamente cubierto por el flujo de recursos externos que han ingresado al país, principalmente como inversiones de largo plazo. Sin embargo, ante la eventualidad de una reversión de los flujos de inversiones, surge la necesidad de evaluar la solvencia del sistema financiero que permita mantener la tendencia de sus colocaciones sin incrementar su vulnerabilidad.

Si evaluamos el calce de las colocaciones en términos sectoriales, podemos observar que tanto los sectores agricultura, pesca y minería y los sectores manufactura y construcción han mantenido una posición calzada entre sus deudas en moneda extranjera y su capacidad de generar divisas. Ello es distinto en el caso del sector comercio y otros servicios.

Por ello, una forma alternativa de evaluar la solvencia del sistema financiero en este contexto de dolarización parcial es a través del análisis de la disciplina de mercado del sistema bancario.

Calomiris y Powell (2000) definen la disciplina de mercado como la actitud de los agentes económicos ante un comportamiento propenso al riesgo por parte de los bancos, exigiendo una mayor prima de riesgo o mediante el retiro de los depósitos; podemos medirla mediante la relación que existe entre indicadores de cobertura y de riesgo de cartera de los bancos con variables que reflejen la reacción del mercado a estos indicadores como pueden ser las primas de riesgo incorporadas por los agentes económicos en las tasas pasivas y el flujo de los depósitos.

De esta forma, Calomiris y Powell, en su análisis del caso Argentino, consideran que las reacciones del mercado al riesgo de no pago de depósitos deberían ser distintas entre los bancos y, por consiguiente, las diferencias entre las tasas de interés pasivas y la tasa de variación de los depósitos entre los bancos deberían reflejar las diferencias en los riesgos de cartera y de cobertura de los bancos. La capacidad de los depositantes de distinguir estos aspectos entre los bancos muestra un mayor grado de disciplina de mercado que debe promover a que los bancos tengan un comportamiento disciplinado para mantener la confianza o atraer nuevos depositantes.

De esta manera, en un mercado financiero con disciplina de mercado, debemos esperar que el flujo de los depósitos tendría una relación positiva con el grado de cobertura que los bancos mantienen para su cartera (medido por el ratio de capital sobre los activos), una relación negativa con las tasas de interés activas, debido a que reflejaría una adecuada ponderación del riesgo de sus colocaciones, una relación negativa de las colocaciones con relación a los otros activos de los bancos, y una relación negativa con relación a la importancia de la cartera pesada de los bancos.

CUADRO 6
IMPORTANCIA RELATIVA DE LAS COLOCACIONES SECTORIALES DE LA BANCA COMERCIAL

Sectores Económicos	Estructura porcentual					Ratios sectoriales con relación al PBI sectorial				
	Colocaciones			PBI	Exportaciones	Coloc.ME/ Total coloc.	Export/ PBI	Colocaciones		
	MN	ME	Total					MN/PBI	ME/PBI	Total/PBI
1996										
Agricultura, Pesca y Minería	3,8%	10,9%	9,2%	13,0%	56,5%	89,8%	46,1%	1,4%	12,6%	14,0%
Manufactura y Construcción	28,0%	31,4%	30,6%	21,1%	40,9%	77,4%	20,5%	6,5%	22,2%	28,8%
Comercio y Otros Servicios	68,3%	57,6%	60,3%	65,9%	2,7%	72,0%	0,4%	5,1%	13,1%	18,1%
Total	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	75,3%	10,6%	4,9%	14,9%	19,9%
1997										
Agricultura, Pesca y Minería	2,9%	9,6%	8,2%	12,9%	52,8%	92,3%	47,3%	1,1%	13,5%	14,6%
Manufactura y Construcción	24,1%	27,9%	27,1%	21,3%	43,6%	80,8%	23,7%	5,6%	23,7%	29,3%
Comercio y Otros Servicios	73,0%	62,4%	64,7%	65,7%	3,5%	75,5%	0,6%	5,6%	17,2%	22,7%
Total	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	78,3%	11,6%	5,0%	18,1%	23,1%
1998										
Agricultura, Pesca y Minería	4,0%	10,2%	9,0%	13,3%	59,6%	91,8%	45,2%	1,5%	16,6%	18,1%
Manufactura y Construcción	30,1%	31,5%	31,2%	20,9%	35,5%	82,1%	17,1%	7,1%	32,7%	39,8%
Comercio y Otros Servicios	65,9%	58,4%	59,8%	65,8%	5,0%	79,6%	0,8%	5,0%	19,3%	24,2%
Total	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	81,5%	10,1%	4,9%	21,7%	26,7%
1999										
Agricultura, Pesca y Minería	3,2%	11,6%	10,2%	14,7%	60,6%	94,6%	48,4%	0,9%	15,5%	16,4%
Manufactura y Construcción	34,8%	32,9%	33,3%	20,0%	37,4%	82,0%	22,0%	7,1%	32,3%	39,4%
Comercio y Otros Servicios	62,0%	55,4%	56,5%	65,2%	2,0%	81,2%	0,4%	3,9%	16,7%	20,6%
Total	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	82,8%	11,8%	4,1%	19,7%	23,7%

Fuente: Banco Central de Reserva del Perú y Superintendencia de Banca y Seguros.

El Cuadro 7 presenta los resultados de estimaciones en *panel data* para 14 bancos (considerando su permanencia durante el período de análisis 1993:06-2000:06) en el cual podemos observar, para el caso peruano, evidencias consistentes con las condiciones de disciplina de mercado tanto por el lado de la relación capital sobre activos, colocaciones con relación a otros activos; e incluso, en forma más consistente que en el caso Argentina con relación a la cartera pesada. El grado de significancia de las tasas de interés activas es reducido y no presentan el signo esperado. Este resultado se mantiene tanto para las estimaciones que consideran los efectos fijos de los paneles así como los efectos aleatorios de las series de tiempo.

El test de Hausman, que evalúa la eficiencia relativa del modelo con efectos aleatorios con relación al modelo con efectos fijos, rechaza las restricciones incorporadas en el modelo de efectos aleatorios lo cual implica que las estimaciones del modelo con efectos fijos son preferibles.

Para las estimaciones de la tasa de interés con relación a los indicadores de cobertura y de riesgo, hemos optado por concentrar nuestro análisis en la moneda extranjera (Cuadro 8), considerando la importancia relativa tanto de los depósitos en moneda extranjera como de las colocaciones en moneda extranjera durante el período de análisis (aproximadamente el 70 por ciento del total en ambos casos).

CUADRO 7
REGRESIÓN EN PANEL DATA DE LA TASA DE CRECIMIENTO DE LOS DEPÓSITOS
(Datos mensuales, 1993:06-2000:06)

Variación de los depósitos

Variable	Fixed Firm/Time effects	Random effects
Constante		-0,140983
		2,100132
Capital/activo con un rezago	0,724832	0,186982
	0,14591	*0,087868*
Tasa activa en MN	0,01797	0,012358
	0,014414	*0,014005*
Tasa activa en ME	0,434019	0,269186
	0,155107	*0,115806*
Colocaciones/otros activos	-0,019728	-0,017927
	0,005656	*0,005374*
Cartera pesada/total coloc.	-0,177451	-0,145579
	0,06684	*0,048586*
A	-10,64975	0,087015
B	-9,912126	0,100509
C	-6,096895	-0,04706
D	-8,233868	0,116047
E	-13,19057	0,302763
F	-6,626089	-0,049132
G	-5,893676	-0,056884
H	-7,002229	-0,037418
I	-6,529728	-0,005787
J	-7,452956	0,069257
K	-6,917783	-0,053355
L	-5,119947	-0,254285
M	-6,097472	-0,152793
N	-5,919093	-0,018876
GLS transformed regression		
R-squared	0,058058	0,031442
Adjusted R-squared	0,043403	0,027303
Unweighted Statistics including Random Effects		
R-squared		0,02967
Adjusted R-squared		0,025523
P_value for Hausman Test		0,000066
Nro. Obs.	1176	1176

En este caso obtenemos resultados muy similares al caso de Argentina, observando la relación positiva esperada entre la tasa de interés pasiva en moneda extranjera (plazo de 31 a 179 días) y la tasa de interés activa en moneda extranjera, lo cual refleja la exigencia de una mayor prima de riesgo por parte de los depositantes ante el mayor riesgo asumido por los bancos en sus colocaciones (lo cual reflejaría mayores tasas activas). Del mismo modo, la prima de riesgo exigida por los depositantes tiene una relación positiva con la relación colocaciones y otros activos en moneda extranjera, que implica un mayor riesgo asumido por los bancos. Sin embargo, como ocurre también en el caso argentino, hay una extraña relación positiva entre la tasa de interés pasiva en moneda extranjera con la relación capital-activos.



CUADRO 8
REGRESIÓN EN PANEL DATA DE LA TASA DE INTERÉS DE DEPÓSITOS EN MONEDA EXTRANJERA (PLAZO 80-179 DÍAS)
(Datos mensuales, 1993:06-2000:06)

Variables	Fixed Firm/Time effects	Random effects
Constante		4,348226
		0,304781
Capital/activo con un rezago	0,055957	0,039972
	0,01441	*0,013903*
Tasa activa ME	0,189177	0,1832
	0,015267	*0,015007*
Colocaciones ME / otros activos ME	5,92E-05	6,59E-05
	8,00E-05	*8,05E-05*
Cartera pesada ME/coloc. ME	-0,036864	-0,033324
	0,006026	*0,005946*
A	2,554069	-1,415857
B	3,897519	-0,19829
C	4,433764	0,253968
D	3,448753	-0,653066
E	3,565208	-0,452149
F	4,643285	0,462803
G	4,830154	0,624264
H	3,903427	-0,216659
I	5,181134	0,961942
J	4,242294	0,08091
K	4,456729	0,317033
L	3,969495	-0,171352
M	4,316188	0,183866
N	4,408424	0,222585
R-squared	0,334853	0,318194
Adjusted R-squared	0,325088	0,315866
Unweighted including random effects		
R-squared		0,333227
Adjusted R-squared		0,330949
P_value for Hausman Test		0,000357
Nro. De observaciones	1176	1176

Un resultado importante, aunque preliminar, de este análisis es que el sistema financiero peruano muestra evidencias de disciplina de mercado comparables con el caso argentino, considerando que ambos países han acudido a similares procesos de reforma financiera cuidando el fortalecimiento del régimen prudencial y de solvencia. Incluso, en el caso peruano se observa una actitud más disciplinada de los agentes económicos ante posiciones riesgosas del sistema bancario tanto por el lado de sus colocaciones con relación a los otros activos como por el lado de la cartera pesada.

La disciplina de mercado de los agentes económicos en el Perú, junto a la legislación prudencial y de solvencia del sistema financiero promueven un comportamiento cauteloso del sistema bancario que reduce significativamente su vulnerabilidad. Este comportamiento puede ser identificado a través de la evolución de la posición de cambio (activos en moneda extranjera con relación a los pasivos en moneda extranjera) del balance de los bancos.

El test de igualdad de la media de la posición de cambio de la banca comercial en el Perú muestra una media superior a la unidad (1,15) con un intervalo de confiabilidad inferior al 1 por ciento, lo cual muestra una actitud consistente de todas las entidades bancarias en mantener una cobertura apropiada para sus obligaciones en moneda extranjera.

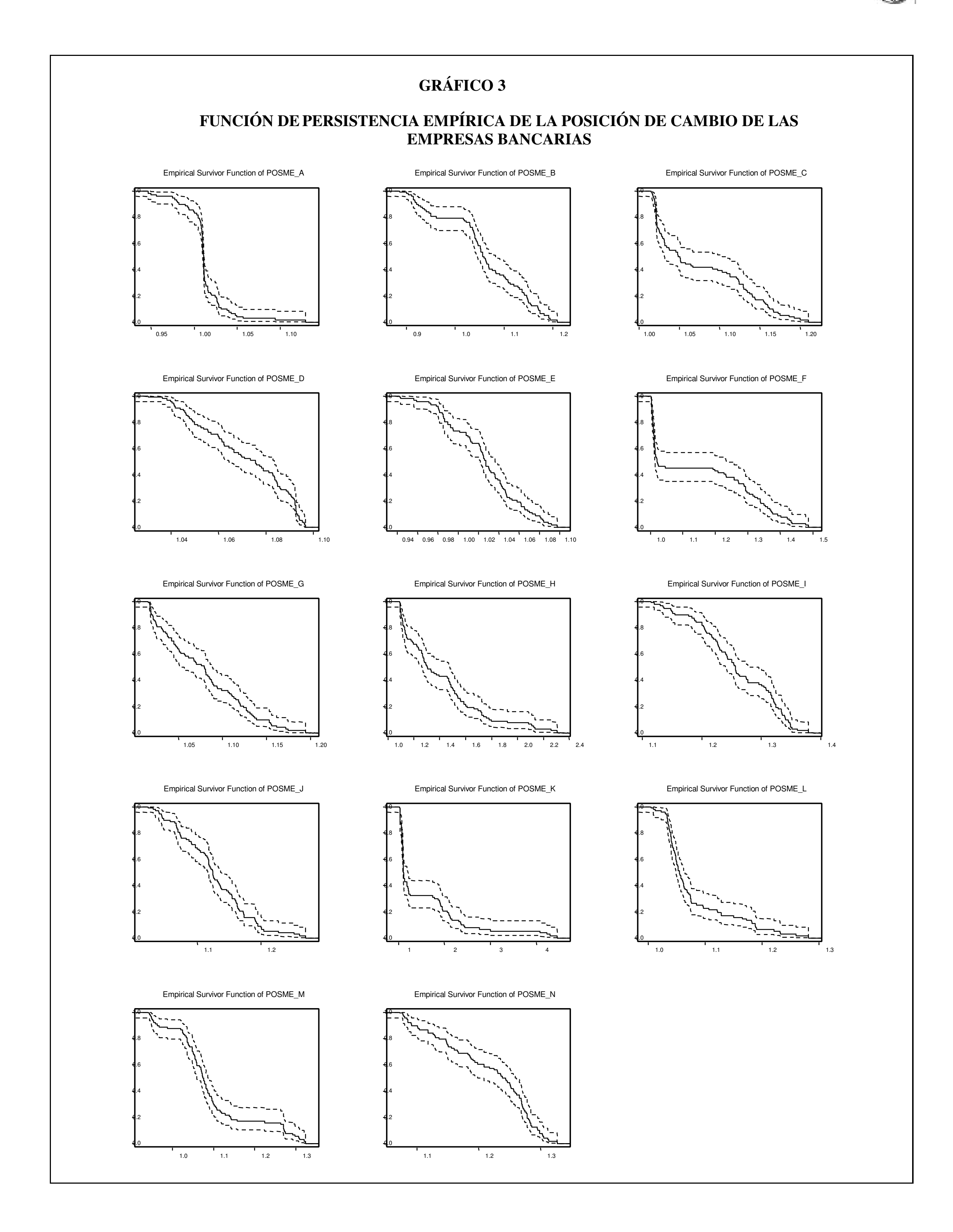
Este comportamiento es consistente en el tiempo, mostrando niveles de posición de cambio superiores a la unidad en casi el 100 por ciento del período de análisis para cada uno de los bancos analizados. El siguiente gráfico, muestra la persistencia de la posición de cambio de cada uno de los bancos analizados con un intervalo de confianza equivalente a dos desviaciones estándar. Por ejemplo, en el caso del banco D (POSME_D) el 80 por ciento de las observaciones superan el 100 por ciento, en el caso del Banco N, esta posición es de casi el 90 por ciento.

CUADRO 9
TEST DE IGUALDAD DE LA MEDIA DE LA POSICIÓN DE CAMBIO DE LA BANCA COMERCIAL
Muestra: 1993:06 2000:06

Observaciones incluidas: 85				
Método		df	Value	Probability
Anova F -statistic		(13, 1176)	34,54451	0
Analysis of Variance				
Source of Variation		df	Sum of Sq.	Mean Sq.
Between		13	24,89841	1,915262
Within		1176	65,20133	0,055443
Total		1189	90,09973	0,075778
Category Statistics Variable	Count	Mean	Std. Dev.	Std. Err. of Mean
A	85	1,01149	0,02519	0,00273
B	85	1,05845	0,08497	0,00922
C	85	1,07687	0,05978	0,00648
D	85	1,07094	0,01921	0,00208
E	85	1,02498	0,03569	0,00387
F	85	1,15255	0,16562	0,01796
G	85	1,07756	0,04683	0,00508
H	85	1,40586	0,30338	0,03291
I	85	1,25842	0,06637	0,00720
J	85	1,12554	0,05484	0,00595
K	85	1,52831	0,78435	0,08508
L	85	1,07886	0,06168	0,00669
M	85	1,09279	0,09795	0,01062
N	85	1,21341	0,07386	0,00801
Todos los bancos	1190	1,15543	0,27528	0,00798

GRÁFICO 3

FUNCIÓN DE PERSISTENCIA EMPÍRICA DE LA POSICIÓN DE CAMBIO DE LAS EMPRESAS BANCARIAS



4. Conclusiones

El argumento de que la renuncia a la política monetaria es precisamente una de las ventajas de la dolarización, se refiere a una historia de malas políticas macroeconómicas que fue la característica de la región latinoamericana en décadas pasadas. Sin embargo, esto supone ignorar los notables progresos que muchos países han tenido la lucha contra la inflación en la década anterior gracias al mantenimiento de una política monetaria independiente, así como la actuación efectiva que puede tener la autoridad monetaria en casos de turbulencia financiera en un sistema de tipo de cambio flexible.

En el Perú, la política monetaria expansionista llevada a cabo en el periodo 1985-1990 generó una elevadísima tasa de inflación acumulada de 472 754 por ciento (es decir, un promedio anual de 443 por ciento). En 1990 se dio comienzo a una decidida política antiinflacionaria como parte de un ambicioso programa de estabilización. Mediante la Constitución Política del Estado y la Ley Orgánica del Banco Central de Reserva se estableció que el objetivo único del Banco Central —el cual goza de autonomía dentro del marco de su Ley Orgánica— es preservar la estabilidad monetaria. Esta provisión y algunas prohibiciones explícitas —como las de financiar al Tesoro Público o a los bancos de fomento, y establecer tipos de cambio múltiples— tienen la finalidad de mantener al Banco Central libre de presiones políticas que puedan atentar contra el objetivo de reducir la inflación.

Desde el comienzo del programa, la política monetaria ha sido conducida usando como meta intermedia la tasa de variación de la emisión primaria. Los nuevos lineamientos de la política monetaria hicieron posible una reducción de la tasa de inflación a 40 por ciento en 1993. Asimismo, a partir del año 2000, se ha establecido la práctica de publicar el Programa Monetario —que contiene las metas monetarias del Banco Central— con el objetivo de hacer la política monetaria más transparente para los agentes económicos. El éxito de esta estrategia se refleja en el hecho de que en 1997 la tasa de inflación descendió a un dígito (6,5 por ciento) después de veinticinco años. Asimismo, en 1999 la inflación descendió a 3,7 por ciento, la tasa más baja en los últimos 40 años. El desempeño inflacionario de la autoridad monetaria muestra que, en un contexto de dolarización de activos como es el caso peruano —en contraste con uno de sustitución monetaria— es posible aplicar una política monetaria efectiva de control de la inflación.

Un país sin política monetaria pierde un instrumento que puede ayudar a las autoridades a contrarrestar los efectos de *shocks* sobre la economía doméstica. En la medida que los precios y remuneraciones domésticos no sean totalmente flexibles, y si no hay un grado ideal de “flexibilidad fiscal”, la incapacidad de responder a esos *shocks* con política monetaria puede producir grandes y prolongadas fluctuaciones en la inversión, el producto y el empleo. En el Perú, este aspecto de la política monetaria puede ser evaluado sobre la base del desempeño de la autoridad monetaria durante las crisis de la década anterior —principalmente la turbulencia originada por la moratoria rusa y el colapso del rublo en 1998— durante las cuales mantuvo una política antiinflacionaria consistente con el régimen de flotación cambiaria, y actuó oportunamente para aliviar la estrechez de liquidez de los bancos ante la restricciones en las líneas de crédito de corto plazo.

La relación entre la eliminación del riesgo cambiario y la reducción del riesgo país, es uno de los argumentos usados con mayor frecuencia en favor de la dolarización. Sin embargo, los mayores *spreads* reflejan en realidad la percepción de las características generales de un país, y ésta será mejor cuanto mayor sea la solidez macroeconómica, institucional y política de un país. El Perú no presenta las inconsistencias de política destacadas por la literatura favorable a la dolarización. El desempeño macroeconómico y la solvencia fiscal logrados explican que la calificación de la deuda peruana haya mejorado notablemente durante la última década. Sin embargo, cabe señalar que el *spread* del Perú y de la región ha fluctuado significativamente, principalmente con la crisis rusa, y la calificación de la deuda peruana aún no alcanza grado de inversión. Esto reflejaría preocupaciones por parte de los inversionistas internacionales en relación con aspectos como la necesidad de profundizar la reforma del estado y el tamaño de la deuda en relación con las exportaciones.

Una de las ventajas atribuidas al régimen de dolarización es que fuerza a un país a la disciplina fiscal porque elimina el financiamiento del déficit fiscal mediante emisión, dejando sólo la posibilidad de hacerlo mediante un aumento de la recaudación o el financiamiento externo. Sin embargo, el hecho de que varios países con diferentes regímenes monetarios hayan introducido reglas fiscales explícitas como parte esencial de la política

económica refleja la voluntad de restringir la discrecionalidad fiscal sin necesidad de renunciar a los beneficios de una política monetaria independiente. En el Perú, la introducción de reglas cuantitativas explícitas en el manejo fiscal ocurrió en 1999, mediante la Ley de Responsabilidad y Transparencia Fiscal. Las principales características de esta Ley son el establecimiento de límites cuantitativos para el déficit fiscal, la creación de un Fondo de Estabilización Fiscal —a ser usado durante los años en los que un descenso de la actividad productiva produzca una disminución de los ingresos tributarios— y la publicación de reportes periódicos.

El caso del Perú muestra la efectividad de una política previsional y de supervisión en el fortalecimiento del sistema financiero, en un contexto de flotación cambiaria con libre determinación de la tasa de interés. La Ley General de Instituciones Bancaria, Financieras y de Seguros promulgada a comienzos de la década de 1990 estableció un sistema de intermediación financiera basado en mecanismos de mercado, aplicando normas prudenciales para fortalecer al sistema financiero. Actualmente el coeficiente de adecuación de capital es de 9 por ciento, el cual se encuentra por encima del estándar de Basilea. En 1992 fueron liquidados todos los bancos estatales de fomento, los cuales estaban destinados a proveer crédito selectivo. Por otro lado, el Banco Central de Reserva impone un elevado requerimiento de encaje en moneda extranjera, por lo cual el nivel efectivo del requerimiento de encaje en dólares es 37 por ciento de los depósitos. Asimismo, como resultado de la liberalización de la inversión en el sistema bancario, 16 de los 20 bancos que funcionan en el país son propiedad de extranjeros.

Este proceso de reducción de la vulnerabilidad del sistema financiero peruano es consistente con las evidencias de disciplina del mercado ante posiciones de riesgo de las colocaciones bancarias que se reflejan en la exigencia de una mayor prima de riesgo o en la reducción del flujo de depósitos por parte de los depositantes. Este comportamiento es similar al caso de Argentina presentado por Calomiris y Powell (2000). Por ello, la mayor disciplina de mercado no es necesariamente reflejo de un esquema monetario distinto, considerando la Convertibilidad de Argentina y el esquema monetario peruano.

Un resultado importante de las políticas aplicadas durante la década de 1990 es que el Banco Central ha incrementado significativamente su posición de cambio —es decir, la diferencia entre sus activos y pasivos en moneda extranjera—, así como sus Reservas Internacionales Netas (RIN). La posición de cambio ha mejorado desde un nivel negativo de US$ 1 071 millones hasta un nivel positivo de US$ 2 493. En el mismo periodo, las RIN del Banco Central han aumentado desde un nivel negativo de US$ 105 millones en julio de 1990 a US$ 8 823 millones en julio del 2000. Este nivel es equivalente a 15 meses de importaciones de bienes o 6,2 veces la base monetaria. Adicionalmente, gracias a la mayor competitividad del sistema bancario, la liquidez y del crédito como proporción del PBI se han incrementado significativamente. La liquidez total del sistema bancario como porcentaje del PBI creció de 6,0 por ciento en 1990 a 25,1 por ciento en 1999, y el crédito total al sector privado aumentó de 3,3 por ciento a 27,7 por ciento del PBI en el mismo periodo.

5. Bibliografía

Banco Central de Reserva del Perú: Memoria (varios años).

Banco Central de Reserva del Perú (1999), «La Política Monetaria del Banco Central de Reserva del Perú», Nota de Estudios No. 6.

Banco Central de Reserva del Perú, "Boletín Semanal".

Banerjee, S., A. Heshmati y C. Wihlborg (1999), «The Dynamics of Capital Structure», SSE/EFI Working Paper in Economics and Finance, No.333, Setiembre.

Bogetic, Z. (1999), «Official or 'Full' Dollarization: Recent Issues and Experiences» (no publicado), Fondo Monetario Internacional, Junio.

Calomiris, C. y A. Powell (2000), «Can Emerging Market Bank Regulators Establish Credible Discipline?», NBER Working Paper No. 7715, Mayo.

Calvo, G. (1999), «On Dollarization», versión preliminar, Universidad de Maryland.

Chang, R. (1999), «El Lado Oscuro de la Dolarización», Moneda, Banco Central de Reserva del Perú, Agosto-Setiembre.

Díaz G., R. Herrada y P. Tuesta (1999), «Comovimientos y Vulnerabilidad Externa de la Economía Peruana», Banco Central de Reserva del Perú,.

Fondo Monetario Internacional (1999), «Exchange Rate Arrangements and Currency Convertibility: Developments and Issues», preparado por un equipo dirigido por R. Barry Johnston, Washington, DC.

Fondo Monetario Internacional (1999), «Dollarization: Fad or Future for Latin America?», debate, Junio.

Ghosh, A., A. Gulde y H. Wolf (1998), «Currency Boards: The Ultimate Fix?», Fondo Monetario Internacional, WP/98/8, Enero.

Hausmann, R., M. Gavin, C. Pages-Serra y E. Stein (1999), «Financial Turmoil and the Choice of Exchange Rate Regime», Working Paper, Inter-American Development Bank.

Hinds, M. (1999), testimonio para la Audiencia sobre Dolarización Oficial en Latinoamérica ante el Comité de Banca, Vivienda y Asuntos Urbanos del Senado de los Estados Unidos, Subcomité de Política Económica y Subcomité de Comercio Internacional y Finanzas, 15 de Julio.

Mann, C. (1999), testimonio para la Audiencia sobre Dolarización Oficial en Mercados Emergentes ante el Comité de Banca, Vivienda y Asuntos Urbanos del Senado de los Estados Unidos, Subcomité de Política Económica y Subcomité de Comercio Internacional y Finanzas, 22 de Julio.

Mishkin, F. y M. Savastano (2000), «Monetary Policy Strategies for Latin America», artículo preparado para el Seminario Interamericano de Economía, Buenos Aires, 2-4 de diciembre de 1999, versión preliminar, 22 de Febrero.

Morandé, F. y K. Schmidt-Hebbel (2000), «Chile's peso: Better than (just) living with the Dollar?», Banco Central de Chile. Documento preparado para la Conferencia "El Futuro de las Monedas Domésticas", Universidad Católica de Chile, 18-19 de Enero.

Moreno-Villalaz, J. (1999), «Lessons from the Monetary Experience of Panama: A Dollar Economy with Financial Integration», Cato Journal, vol. 18, No.3, 1999.

Pereyra, J. (1999), «Reglas Fiscales para el Perú», artículo presentado en el XVI Encuentro de Economistas del Banco Central de Reserva del Perú, Diciembre.

Rivera B., A. Luis y A. Sy (2000), «Currency Boards, Credibility, and Macroeconomic Behavior», Fondo Monetario Internacional, WP/00/97, Junio.

Rojas-Suárez, L. (1999), «Dollarization in Latin America?», testimonio para la Audiencia sobre Dolarización Oficial en Latinoamérica ante el Comité de Banca, Vivienda y Asuntos Urbanos del Senado de los Estados Unidos, Subcomité de Política Económica y Subcomité de Comercio Internacional y Finanzas, 15 de Julio.

Rossini, R. (2000), «Strengthening the International Financial System: Some Lessons from the Peruvian Case», artículo preparado para la Reunión Técnica de los G-24, Lima, Marzo.

Schuler, K. (1999), «Basics of Dollarization», Staff Report, Comité Económico Conjunto, Congreso de los Estados Unidos, Julio.

Stein, E. (1999) «Issues Regarding Dollarization», Staff Report, Comité de Banca, Vivienda y Asuntos Urbanos del Senado de los Estados Unidos, Subcomité de Política Económica, Julio.

Stein, E., E. Talvi, U. Panizza y G. Márquez (1999), «Evaluando la Dolarización: Una Aplicación a Países de América Central y del Caribe», artículo preparado para el seminario "Opciones Cambiarias para la Región", Banco Interamericano de Desarrollo, Panamá, Julio 23-24.